



BANK OF CANADA  
BANQUE DU CANADA

# Monetary Policy Report Summary

July 2009

*This text is a commentary of the Governing Council of the Bank of Canada. It presents the Bank's updated outlook based on information received up to 21 July 2009.*

The global economy has suffered an intense, synchronous recession and considerable excess supply has opened up. There are now increasing signs that economic activity has begun to expand in many countries in response to monetary and fiscal policy stimulus and measures to stabilize the global financial system. However, the recovery is nascent. Effective and resolute policy implementation remains critical to sustained global growth.

The dynamics of the recovery in Canada remain broadly consistent with the Bank's medium-term outlook in its April *Monetary Policy Report*. Stimulative monetary and fiscal policies, improved financial conditions, firmer commodity prices, and a rebound in business and consumer confidence are spurring domestic demand growth. However, the higher Canadian dollar, as well as ongoing restructuring in key industrial sectors, is significantly moderating the pace of overall growth.

Some of the early strength in domestic demand represents a bringing forward of household expenditures, which modestly alters the profile of growth over the projection period relative to the April *Report*. The Bank projects that the economy will contract by 2.3 per cent in 2009 and then grow by 3.0 per cent in 2010 and 3.5 per cent in 2011, reaching production capacity in the middle of 2011.

Total CPI inflation declined to -0.3 per cent in June and should trough in the third quarter of this year before returning to the 2 per cent target in the second quarter of 2011 as aggregate supply and demand return to balance. Core inflation held up at

## Highlights

- The global economic recovery is nascent. Effective and resolute policy implementation remains critical to sustained global growth.
- The dynamics of the recovery in Canada remain broadly consistent with the Bank's medium-term outlook in April, although the growth profile is slightly altered by a faster rebound in domestic demand.
- Economic growth in Canada is expected to turn positive in the third quarter. Real GDP is projected to decline by 2.3 per cent this year and to grow by 3.0 per cent in 2010 and by 3.5 per cent in 2011.
- Both total CPI and core inflation should trough in the second half of this year and return to 2 per cent in the second quarter of 2011.
- The Bank maintained its policy rate at 1/4 per cent and reaffirmed its conditional commitment to hold its current policy rate until the end of the second quarter of 2010.
- As a consequence of conducting monetary policy at the effective lower bound, the Bank judges that the risks to its inflation projection are tilted slightly to the downside.

1.9 per cent in the second quarter of 2009. The Bank still expects core inflation to diminish in the second half of this year before gradually returning to 2 per cent in the second quarter of 2011.

Although the vigorous policy actions taken by monetary and fiscal authorities around the world appear to have reduced the probability of an extreme negative outcome for the global economy, significant upside and downside risks remain to the inflation projection for Canada.

The main upside risks to inflation relate to domestic factors, and the possibility that economic momentum will be stronger and more sustained than currently anticipated. Another upside risk to inflation is the possibility that potential output will be lower than the Bank's revised estimate, if the extensive restructuring in certain sectors is more protracted and the

investment response is more delayed than currently envisaged.

The principal downside risks to inflation relate mainly to the external sector. The restoration of normal financial conditions could be more gradual than expected, and further setbacks cannot be precluded. Such developments could have serious spillover effects in Canada through trade, financial, and confidence channels. Importantly, a stronger and more volatile Canadian dollar could act as a significant drag on growth and put additional downward pressure on inflation.

While the underlying macroeconomic risks to the projection are roughly balanced, the Bank judges that, as a consequence of operating at the effective lower bound, the overall risks to its inflation projection are tilted slightly to the downside.

#### Summary of the base-case projection<sup>a</sup>

	2008				2009				2010				2011				
	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Real GDP (quarter-over-quarter percentage change)	-3.7 (-3.4)	5.4 (-7.3)	-3.5 (-3.5)	1.3 (-1.0)	3.0 (2.4)	4.0 (3.4)	4.0 (3.6)	3.8 (4.4)	3.8 (4.8)	3.8 (5.0)	3.3 (5.0)	2.8 (4.7)	2.8 (4.3)				
Real GDP (year-over-year percentage change)	1.0 (-0.7)	-2.1 (-2.4)	3.1 (-3.4)	-2.9 (-3.8)	1.2 (-2.4)	1.2 (0.3)	3.1 (2.1)	3.7 (3.4)	3.9 (4.0)	3.8 (4.4)	3.7 (4.8)	3.4 (4.9)	3.2 (4.7)				
Core inflation (year-over-year percentage change)	2.2 (2.2)	2.0 (1.9)	1.9 (1.6)	1.6 (1.3)	1.4 (0.9)	1.4 (1.0)	1.6 (1.1)	1.6 (1.3)	1.7 (1.5)	1.9 (1.7)	2.0 (1.9)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)				
Total CPI (year-over-year percentage change)	2.0 (2.0)	1.2 (1.2)	0.1 (-0.1)	0.7 (-0.8)	1.2 (1.0)	1.4 (1.6)	1.4 (1.6)	1.3 (1.6)	1.7 (1.7)	1.8 (1.8)	2.0 (1.9)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)				
WTI <sup>b</sup> (level)	58 (58)	43 (43)	62 (51)	62 (57)	64 (60)	67 (62)	68 (64)	69 (66)	70 (67)	71 (68)	72 (69)	73 (70)	74 (71)				

a. Figures in parentheses are from the base-case projection in the April Monetary Policy Report.

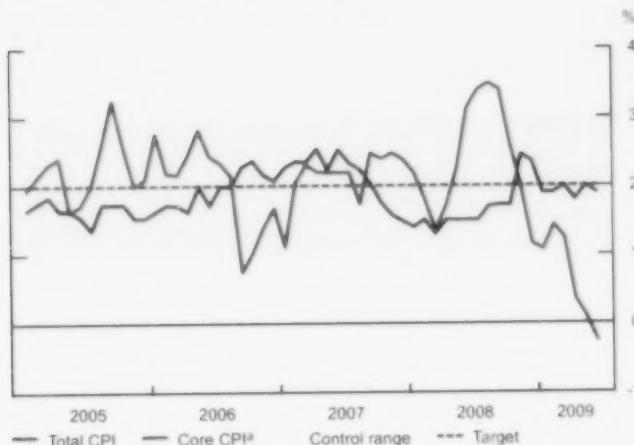
b. Assumptions for the price of West Texas Intermediate crude oil (US\$ per barrel), based on an average of futures contracts over the two weeks ending 17 July 2009.

On 4 June and 21 July, the Bank reaffirmed its conditional commitment to maintain its target for the overnight rate at the effective lower bound of 1/4 per cent until the end of the second quarter of 2010 in order to achieve the inflation target.

The Bank retains considerable flexibility in the conduct of monetary policy at low interest rates, consistent with the framework outlined in the April Report.

### Total CPI inflation has fallen, while core inflation has remained stable

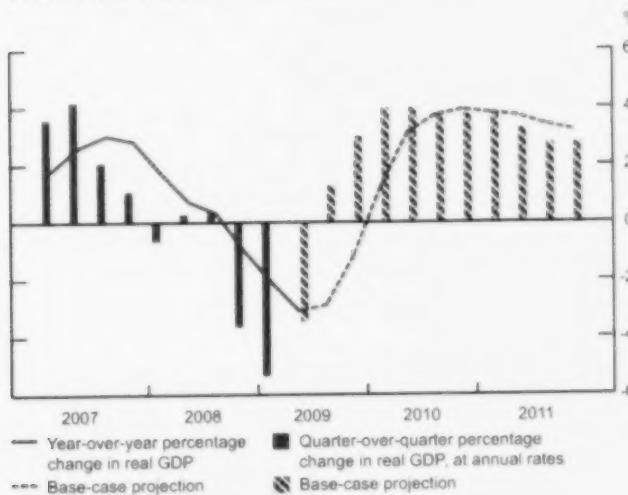
Year over-year percentage change, monthly data



a. CPI excluding eight of the most volatile components and the effect of changes in indirect taxes on the remaining components

Source: Statistics Canada

### Real GDP growth is expected to rebound in the second half of 2009



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations

## Bank of Canada Publications

Unless noted otherwise, all publications are available in print and on the Bank's website: <<http://www.bankofcanada.ca>>

**Monetary Policy Report** (quarterly: January, April, July, and October)

**Financial System Review** (June/December)

**Bank of Canada Review** (quarterly; see website for subscription information)

**Business Outlook Survey** (quarterly: January, April, July, and October)\*

**Senior Loan Officer Survey** (quarterly: January, April, July, and October)\*

**Speeches and Statements by the Governor**

**Bank of Canada Banking and Financial Statistics** (monthly)\*

**Weekly Financial Statistics** (published each Friday)\*

**Renewal of the Inflation-Control Target: Background Information**

**Annual Report**

**A History of the Canadian Dollar** James Powell (available at Can\$8 plus GST and PST, where applicable)

### **Bank of Canada Publications Catalogue, 2008**

A collection of short abstracts of articles and research papers published in 2008. Includes a listing of work by Bank economists published in outside journals and proceedings.

### **Conference Proceedings**

Conference volumes published up to and including April 2005 are available on the Bank's website. Print copies can be purchased for Can\$15 plus GST and PST, where applicable. Papers and proceedings from Bank of Canada conferences, seminars, and workshops held after April 2005 are now published exclusively on the Bank's website.

### **Technical Reports, Working Papers, and Discussion Papers**

Technical Reports, Working Papers, and Discussion Papers are usually published in the original language only, with an abstract in both official languages. Single copies may be obtained without charge. Technical Reports dating back to 1994 are available on the Bank's website, as are Working Papers back to 1994. Discussion papers deal with finished work on technical issues related to the functions and policy-making of the Bank. They are of interest to specialists and other central bankers. Discussion papers for 2007–2009 are available on the Bank's website.

\* Only available on the Bank's website.



# Rapport sur la politique monétaire Sommaire

Juillet 2009

*Le présent commentaire émane du Conseil de direction de la Banque du Canada. Il renferme une mise à jour du point de vue de la Banque sur les perspectives économiques, fondée sur l'information reçue au 21 juillet 2009.*

L'économie mondiale a été secouée par une récession intense et synchronisée, et une offre excédentaire considérable est apparue. De plus en plus de signes indiquent maintenant que l'activité économique a commencé à se redresser dans de nombreux pays par suite des mesures de relance monétaire et budgétaire et des actions menées afin de stabiliser le système financier international. Toutefois, la reprise commence à peine. L'efficacité et la détermination avec lesquelles les politiques sont mises en œuvre demeurent essentielles à une croissance mondiale soutenue.

La dynamique de la reprise au Canada demeure en gros conforme aux perspectives à moyen terme énoncées par la Banque dans la livraison d'avril du *Rapport sur la politique monétaire*. L'adoption de politiques monétaire et budgétaires expansionnistes, l'amélioration des conditions financières, le renchérissement des produits de base et le regain de confiance chez les entreprises et les ménages stimulent la croissance de la demande intérieure. Cependant, l'appréciation du dollar canadien, ainsi que la restructuration en cours dans d'importants secteurs d'activité, modère de façon notable le rythme global de l'expansion.

La vigueur précoce de la demande intérieure tient en partie à un devancement des dépenses des ménages, ce qui modifie légèrement le profil de croissance au cours de la période de projection par rapport à celui présenté dans le *Rapport d'avril*. La Banque prévoit que l'économie se contractera de 2,3 % en 2009 pour ensuite progresser de 3,0 % en 2010 et de 3,5 % en 2011, et qu'elle atteindra son plein potentiel au milieu de 2011.

## Faits saillants

- La reprise économique mondiale commence à peine. L'efficacité et la détermination avec lesquelles les politiques sont mises en œuvre demeurent essentielles à une croissance mondiale soutenue.
- La dynamique de la reprise au Canada demeure en gros conforme aux perspectives à moyen terme énoncées par la Banque en avril, bien que le profil de croissance se trouve légèrement modifié par une remontée plus rapide de la demande intérieure.
- On s'attend à ce que la croissance au Canada redevienne positive au troisième trimestre. Le PIB réel devrait reculer de 2,3 % cette année, puis progresser de 3,0 % en 2010 et de 3,5 % en 2011.
- L'inflation mesurée par l'IPC global et l'inflation mesurée par l'indice de référence devraient toucher un creux au second semestre de cette année avant de remonter pour atteindre 2 % au deuxième trimestre de 2011.
- La Banque a laissé inchangé son taux directeur à 1/4 % et réitéré son engagement conditionnel à le maintenir à ce niveau jusqu'à la fin du deuxième trimestre de 2010.
- Du fait que le taux directeur s'établit à sa valeur plancher, la Banque juge que les risques à la baisse entourant sa projection liée à l'inflation sont légèrement prépondérants dans l'ensemble.

L'inflation mesurée par l'IPC global a reculé pour se situer à -0,3 % en juin et devrait toucher un creux au troisième trimestre de cette année avant de regagner la cible de 2 % au deuxième trimestre de 2011, alors que se rétablira l'équilibre entre l'offre et la demande globales. À 1,9 %, l'inflation mesurée par l'indice de référence a à peine baissé au deuxième trimestre de 2009. La Banque s'attend encore à ce que le taux d'accroissement de l'indice de référence diminue au second semestre de cette année avant de remonter progressivement pour atteindre 2 % au deuxième trimestre de 2011.

Bien que les mesures vigoureuses prises par les autorités monétaires et budgétaires partout dans le monde semblent avoir atténué la probabilité d'une grave dégradation de la situation économique internationale, d'importants risques, à la hausse et à la baisse, continuent de peser sur la projection de la Banque relative à l'inflation au Canada.

Les principaux risques à la hausse sont liés à des facteurs intérieurs et à la possibilité que le dynamisme de l'activité soit plus marqué et plus soutenu qu'on ne l'entrevoit actuellement. Un autre risque à la hausse a trait à la production potentielle, qui pourrait

être plus faible que ne l'envisage la Banque dans ses estimations révisées, si la restructuration importante en cours dans certains secteurs se prolongeait davantage et que la réaction sur le plan des investissements s'avérait plus tardive qu'on ne s'y attend maintenant.

Les principaux risques à la baisse proviennent surtout du secteur extérieur. La restauration de conditions financières normales pourrait être plus graduelle qu'anticipé et on ne peut exclure de nouveaux revers. De tels événements pourraient avoir de profondes répercussions au Canada, où elles se propageraient par la voie des échanges commerciaux, des liens financiers et de la confiance. Surtout, une vigueur et une volatilité accrues du dollar canadien pourraient fortement freiner l'expansion et exercer une pression supplémentaire à la baisse sur l'inflation.

Bien que les risques macroéconomiques sous-jacents pesant sur la projection soient relativement équilibrés, la Banque juge que, du fait que le taux directeur s'établit à sa valeur plancher, les risques à la baisse entourant sa projection liée à l'inflation sont légèrement prépondérants dans l'ensemble.

#### Résumé des projections selon le scénario de référence<sup>a</sup>

	2008		2009				2010				2011			
	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>r</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>r</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>r</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	
PIB réel (taux de variation trimestriel annualisé)	3,7 (-3,4)	5,4 (-7,3)	3,5 (-3,5)	1,3 (-1,0)	3,0 (-2,4)	4,0 (3,4)	4,0 (3,6)	3,8 (4,4)	3,8 (4,8)	3,8 (5,0)	3,3 (5,0)	2,8 (4,7)	2,8 (4,3)	
PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	1,0 (-0,7)	2,1 (-2,4)	3,1 (-3,4)	2,9 (-3,8)	1,2 (-2,4)	1,2 (0,3)	3,1 (2,1)	3,7 (3,4)	3,9 (4,0)	3,8 (4,4)	3,7 (4,8)	3,4 (4,9)	3,2 (4,7)	
Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	2,2 (2,2)	2,0 (1,9)	1,9 (1,6)	1,6 (1,3)	1,4 (0,9)	1,4 (1,0)	1,6 (1,1)	1,6 (1,3)	1,7 (1,5)	1,9 (1,7)	2,0 (1,9)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)	
IPC global (taux de variation en glissement annuel)	2,0 (2,0)	1,2 (1,2)	0,1 (-0,1)	-0,7 (-0,8)	1,2 (1,0)	1,4 (1,6)	1,4 (1,6)	1,3 (1,6)	1,7 (1,7)	1,8 (1,8)	2,0 (1,9)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)	
WTI (niveau)	58 (58)	43 (43)	62 (51)	62 (57)	64 (60)	67 (62)	68 (64)	69 (66)	70 (67)	71 (68)	72 (69)	73 (70)	74 (71)	

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la livraison d'avril du *Rapport sur la politique monétaire*.

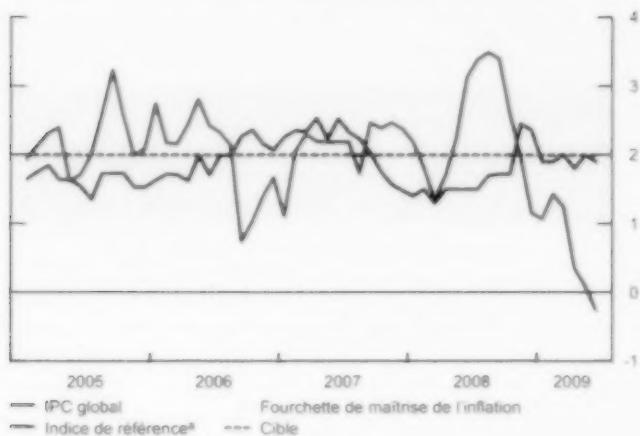
b. Les hypothèses relatives au cours du pétrole brut West Texas Intermediate (en \$ É.-U. le baril) se fondent sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 17 juillet 2009.

Le 4 juin et le 21 juillet, la Banque a réitéré son engagement conditionnel à maintenir le taux cible du financement à un jour à sa valeur plancher, soit 1/4 %, jusqu'à la fin du deuxième trimestre de 2010 afin que la cible d'inflation puisse être atteinte.

La Banque conserve une flexibilité considérable dans la conduite de la politique monétaire en contexte de bas taux d'intérêt, conformément au cadre exposé dans la livraison d'avril du *Rapport sur la politique monétaire*.

**L'inflation mesurée par l'IPC global a diminué, tandis que celle mesurée par l'indice de référence est demeurée stable**

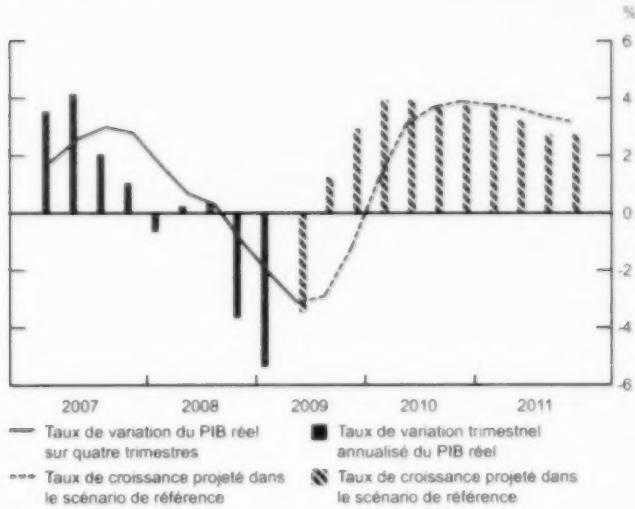
Taux de variation en glissement annuel, données mensuelles



a. Indice excluant huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes.

Source: Statistique Canada

**La croissance du PIB réel devrait rebondir au deuxième semestre de 2009**



Sources: Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

## Publications de la Banque du Canada

Sauf indication contraire, toutes les publications existent en format papier et peuvent être consultées dans le site Web de la Banque, à l'adresse <http://www.banquedcanada.ca>.

**Rapport sur la politique monétaire.** Parait en janvier, en avril, en juillet et en octobre.

**Revue du système financier.** Parait en juin et en décembre.

**Revue de la Banque du Canada.** Parait chaque trimestre.

(Voir les renseignements relatifs aux abonnements dans le site Web.)

**Enquête sur les perspectives des entreprises\***. Parait en janvier, en avril, en juillet et en octobre.

**Enquête auprès des responsables du crédit\***. Parait en janvier, en avril, en juillet et en octobre.

**Discours et déclarations du gouverneur**

**Statistiques bancaires et financières de la Banque du Canada\***.  
Parait chaque mois.

**Bulletin hebdomadaire de statistiques financières\***. Parait tous les vendredis.

**Reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation – Note d'information**

**Rapport annuel**

**Le dollar canadien : une perspective historique**

James Powell

Offert au prix de 8 \$ CAN, plus la TPS et, s'il y a lieu, la taxe de vente provinciale.

### Catalogue des publications de la Banque du Canada, 2008

Recueil de résumés succincts des articles et études publiés en 2008.

Comprend aussi une liste des travaux publiés par les économistes de la Banque dans des revues externes et dans des actes de colloques tenus à l'extérieur.

### Actes de colloques

On peut se procurer des copies papier des actes des colloques tenus jusqu'en avril 2005 (inclusivement) au prix de 15 \$ CAN l'exemplaire, plus la TPS et, s'il y a lieu, la taxe de vente provinciale; les actes de ces colloques peuvent aussi être consultés dans le site Web de la Banque. Les études et autres communications présentées à des colloques, séminaires et ateliers tenus par la Banque depuis mai 2005 sont publiées uniquement dans le site Web de l'institution.

### Rapports techniques, documents de travail et documents d'analyse

Les rapports techniques, les documents de travail et les documents d'analyse sont publiés en règle générale dans la langue utilisée par les auteurs; ils sont cependant précédés d'un résumé bilingue. On peut obtenir gratuitement un exemplaire de ces publications. Les rapports techniques publiés à partir de 1994 et les documents de travail parus depuis 1994 peuvent être consultés dans le site Web de la Banque.

Les documents d'analyse concernent des travaux de recherche terminés qui portent sur des questions techniques relatives aux grandes fonctions et au processus décisionnel de la Banque. Ils sont destinés aux spécialistes et aux banquiers centraux. Les documents d'analyse parus depuis 2007 peuvent être consultés dans le site Web de la Banque.

\* Ces publications peuvent seulement être consultées dans le site Web de la Banque.

Le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada est publié quatre fois l'an, soit en janvier, en avril, en juillet et en octobre. Pour recevoir des exemplaires du *Rapport* ou du *Sommaire*, veuillez communiquer avec le Service de la diffusion des publications, département des Communications, Banque du Canada, Ottawa (Ontario), Canada K1A 0G9.

Téléphone : 613 782-8248; numéro sans frais en Amérique du Nord : 1 877 782-8248;  
adresse électronique : [publications@banquedcanada.ca](mailto:publications@banquedcanada.ca); site Web : [www.banquedcanada.ca](http://www.banquedcanada.ca)